

商业贸易行业

化妆品行业的变与不变：研究框架与趋势思考

分析师： 洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

核心观点：

化妆品公司的核心竞争力在于具有品牌力的、多元化的品牌资产，得以穿越周期、基业长青。营销、产品、渠道能力是决定化妆品公司短期起伏的直接因素，背后可以归因于品牌建设、研发能力和企业风格。

- **品牌是化妆品企业的核心资产，营销是品牌基因的表达。** 品牌定位是基因，可以拆解为领域、档次、特色、价值观等，品牌力在于在特定领域占领消费者心智。营销的本质是品牌基因的表达，短期目标在于促进销售，长期目标在于品牌形象的塑造和价值观交付。KOL 在化妆品营销中扮演重要角色，随着消费场景、红利媒介、消费习惯和决策过程的改变有着不同的表现形式，本质上是在何媒介、选择什么人，用什么方式。化妆品品牌精准定位、差异化竞争决定单品牌规模存在天花板，海外化妆品龙头通过品牌并购扩大规模；多数本土化妆品公司尚在品牌矩阵建设初期，多品牌运营和孵化能力尚未得到验证。
- **产品是根本，研发决定长期竞争力。** 前端关注消费者洞察能力，即根据消费者痛点研发和设计产品，可以体现为：产品卖点设计，明星单品或爆款策略，产品迭代和延伸等。后端关注研发&品质。剥去品牌溢价的外衣，产品本身的差异体现在：（1）研发实力导致的产品差异，研发分为基础研发和应用研发，海外化妆品龙头重视在基础研发投入，在前沿科技运用、产品迭代方面更加领先。（2）具有科学依据的机理和成分是功效的保证，同一种功能的作用机理和功效成分也有所不同。（3）成分的浓度、配比，原料供应商的选择，香精和防腐剂的添加，生产设备和工艺均会影响产品功效和品质。
- **渠道决定消费场景，电商是最值得重视的红利渠道。** 化妆品公司的渠道能力主要在于：（1）渠道对目标消费者的触达程度，（2）对红利渠道的前瞻能力，（3）渠道管理和运营能力。电商缩短了品牌和消费者的距离，帮助品牌实现精准营销和快速反应，价值链分配也从多层经销向品牌和消费者转移。电商成为外资品牌渠道下沉和数字化变革的重要途径，也成为孵化新品和新品牌的沃土。
- **企业风格解释和预测公司行为差异：**除了“品牌定位”和“研发能力”，企业风格也是重要底层变量，影响企业的学习和转型能力，包括：（1）创始人及核心管理层的前瞻性和执行能力；（2）企业的变革意识和学习能力；（3）企业文化的开放程度和包容心态；（4）顺应市场变化的组织架构；（5）人才团队建设和激励机制，等等。

重点关注：珀莱雅、丸美股份、壹网壹创

- **风险提示：**宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；电商增速放缓，线下渠道增速下滑；新品牌、新品类孵化不达预期。

相关研究：

商业贸易行业:2020 年投资策略：成长是零售主旋律，聚焦电商+美妆赛道	2019-12-16
商业贸易行业:天猫美妆“双十一”预售点评	2019-10-22
商业贸易行业:从业务、架构、估值等多维度看珀莱雅与丸美股份的同与不同	2019-08-14

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
珀莱雅	603605.SH	CNY	89.80	2019/10/30	买入	101.20	1.92	2.53	46.77	35.49	34.69	26.36	18.8	19.5
丸美股份	603983.SH	CNY	62.26	2019/10/30	增持	72.22	1.30	1.51	47.89	41.23	43.48	36.72	19.0	18.1
壹网壹创	300792.SZ	CNY	144.33	2019/11/12	买入	181.5	2.86	3.63	50.47	39.76	41.09	30.22	17.8	19.0
上海家化	600315.SH	CNY	30.42	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	32.36	27.65	27.45	21.56	11.1	11.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

投资聚焦	6
一、品牌是化妆品企业的核心资产	7
(一) 品牌定位是基因，品牌力在于抢占消费者心智	7
(二) 单一品牌存在天花板，海外龙头通过并购形成多品牌矩阵	10
(三) 趋势：美妆需求多元，品牌格局轮动	12
二、营销是品牌基因的表达	15
(一) 营销的本质是效果+品牌，KOL 始终扮演重要角色	15
(二) 趋势：流量红利更迭加速，对企业能力提出更高要求	16
三、产品是根本，研发决定长期竞争力	18
(一) 前端：关注消费者洞察能力	18
(二) 后端：关注研发实力、产品品质	20
(三) 趋势：技术进步和需求升级催生产品迭代	22
四、渠道决定消费场景，电商是最值得重视的红利渠道	24
(一) 渠道是消费者接触产品的直接途径	24
(二) 趋势：红利从线下向线上转移	24
五、企业风格解释和预测公司行为差异	25
六、重点关注标的：珀莱雅、丸美股份、壹网壹创	27
七、风险提示	28

图表索引

图 1: 化妆品行业分析框架	7
图 2: 按领域和档次锚定化妆品品牌	8
图 3: 化妆品行业高端线公司份额	9
图 4: 化妆品行业大众线公司份额	9
图 5: 各品牌特色标签	9
图 6: 中、日、美三国化妆品品牌 CR5	12
图 7: 中、日、美三国化妆品公司 CR5	12
图 8: 欧莱雅和雅诗兰黛集团并购历程	12
图 9: 外资品牌增长靓丽	13
图 10: 天猫双十一美妆 TOP10 品牌	13
图 11: 天猫双十一美妆外资和国产品牌占比	13
图 12: 天猫双十一美妆高中低产品线占比	13
图 13: 年轻群体购买新锐线比例增加	14
图 14: 小红书、抖音、快手 MAU (万人) 变化	14
图 15: 润百颜次抛原液 (左) 和采之汲面膜 (右)	15
图 16: 马应龙 (左) 和皮炎平 (右) 口红产品	15
图 17: 珀莱雅联合《国家地理》IP	16
图 18: 自然堂《独一无二, 你本来就很美 Love Lines》	16
图 19: 广告投放媒体变迁	17
图 20: 小红书、抖音、快手 MAU (万人) 变化	17
图 21: 淘宝直播正当风口	18
图 22: 完美日记通过 IP 号“小完子”运营私域流量	18
图 23: 常见的用户画像维度	19
图 24: “花西子体验官”小程序	19
图 25: 珀莱雅水动力套装的销售曲线 (经典款)	20
图 26: 珀莱雅泡泡面膜的销售曲线 (爆款)	20
图 27: 华熙生物故宫口红大卖	23
图 28: 完美日记国家地理联名眼影	23
图 29: 国产品牌借助日化店和电商两轮渠道红利崛起	24
图 30: 化妆品各渠道占比和增速	24
图 31: 国际品牌纷纷入驻天猫旗舰店	25
图 32: 传统经销模式中间层级较多, 电商得以直接接触消费者	25
图 33: 珀莱雅的平台化组织架构	26
表 1: 海外化妆品集团多拥有成熟品牌矩阵	11
表 2: 国内化妆品集团多在品牌矩阵建设期, 主品牌占比高	11

表 3: 今年以来国际品牌并购案例列举.....	14
表 4: 流量红利变迁及各个时期 KOL 形式.....	17
表 5: 明星单品列举.....	19
表 6: 海内外化妆品集团研发费用率相似, 但绝对投入额悬殊 (2018 年)	21
表 7: 欧莱雅研究开发的重要活性成分列举	21
表 8: 各品牌眼霜成分对比.....	22

投资聚焦

美妆赛道红利较为确定，竞争格局却起伏不定。化妆品行业的一大特征是充满变化，用户、流量、产品、营销红利都在迅速更迭，这使得行业充满活力，但也使得研究变得更加困难。本篇报告试图从变化到不变，从现象到本质，从过去到未来，寻找化妆品行业的底层逻辑和正在发生的趋势。

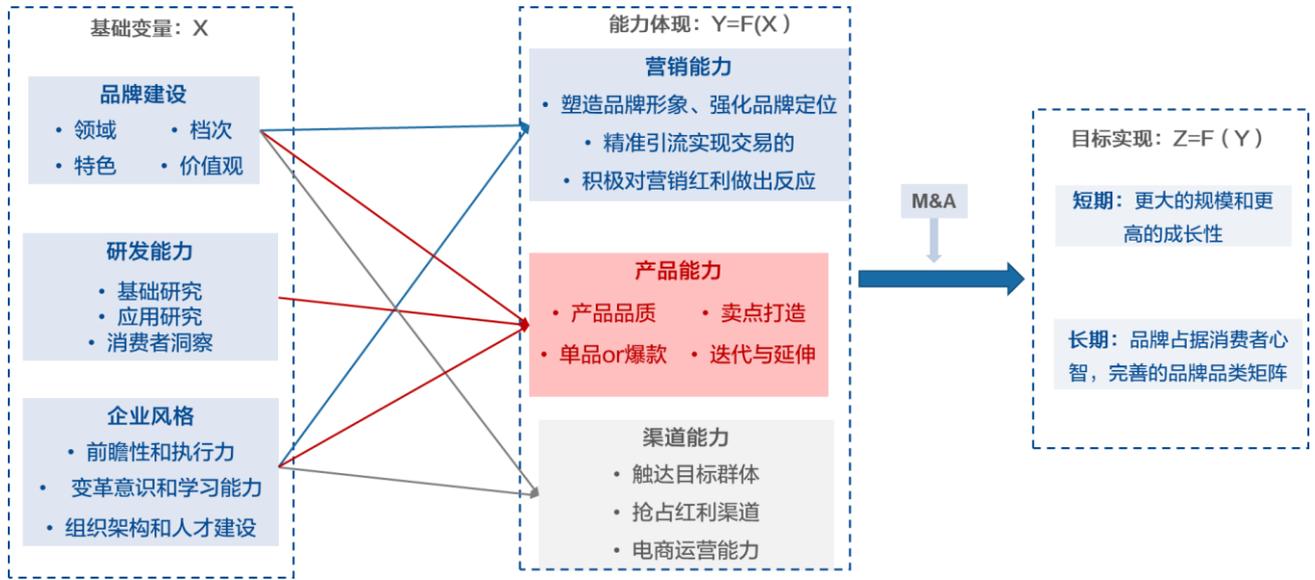
如何定义一个优秀的化妆品企业？企业短期的成功在于更大的规模和更高的成长性，可以通过营销、爆款和活动来实现。长期来看，品牌是化妆品公司的核心资产，研发和产品能力是根本。企业是否能基业长青、穿越周期，取决于用户和流量是否能沉淀为品牌，消费者心智份额的持续扩大和多品牌矩阵的建设。

哪些能力决定化妆品公司短期起伏？1) **营销**，WIS、HFP、完美日记等诸多新锐品牌的崛起都来自于对营销红利的精准把握，但成功的营销不仅体现在对销售的带动，更体现在对品牌定位的强化和价值观的传递。2) **产品**，消费者对于品牌的体验最终来自于产品。公司的产品能力既包括产品本身的品质和科技，也体现消费者洞察能力，进而进行相应的卖点设计、产品迭代、爆品或明星单品打造。3) **渠道**，渠道是消费者接触和购买产品的场景，渠道策略需与品牌定位匹配才能触达目标消费者，公司对渠道的布局和运营能力亦影响品牌成长性。

优秀的化妆品企业存在哪些稳定的特质？虽然营销、产品、渠道能力是决定化妆品公司短期成败的重要因素，但其衡量标准也在时刻变化。某一个时期的佼佼者可能因为转型滞后而被时代抛弃，站上过风口的公司不一定能够找到下一个风口。把握日化店和地方卫视而崛起的传统国货在电商和社媒营销时代略显滞后，淘宝流量红利时代红极一时的“淘品牌”很多都昙花一现；新一轮社媒营销红利成就了诸多新锐品牌，它们的归宿又在何处。行业瞬息万变，但仍然存在更底层、稳定的基础变量，我们将其归纳为**品牌建设、研发能力、企业风格**。比如，我们可以将个别的爆款现象归因于运气和偶然，但持续的营销和产品水准则归因于为精准的品牌定位、优秀的营销团队和强大的研发实力。同时，无论行业变化至何处，胜出的总是战略、团队、组织对变化做出快速反应的企业，背后需要以企业文化作为支撑。

回顾 2019，展望 2020，化妆品行业正在经历哪些趋势？**品牌端：**外资高端品牌积淀深厚，拥抱电商增长靓丽；新锐品牌擅长流量和用户运营，积极应对行业趋势；小众和设计师品牌成为风口；原料和医药企业纷纷入局。**营销端：**流量红利更迭加速，媒介去中心化，KOL 素人化，社媒营销、淘宝直播、私域流量正值风口，对企业的反应速度和精细化运营能力提出更高要求。**产品端：**本土企业从配方研发向基础研究延伸，更加注重科技和功效，IP 合作、跨界合作兴起。**渠道端：**电商缩短了品牌和消费者距离，实现价值链再分配，对于国际品牌是实现渠道下沉和数字化变革的重要途径，亦是新品牌和爆款孵化的沃土，仍将是行业的红利渠道。

图 1：化妆品行业分析框架



数据来源：广发证券发展研究中心

一、品牌是化妆品企业的核心资产

品牌是化妆品的第一要素。化妆品产品本身直观差异小、见效慢，需要品牌背书，又带有时尚、社交和奢侈品属性，品牌的重要性凸显。在化妆品价值链分配中，品牌端的溢价和定价能力最强。

当前来看，成功的化妆品公司可以分为“品牌型”和“卖货型”两种，前者的核心竞争力在于品牌建设，即实现消费者信赖和价值观认同感，品牌本身就是被选择的第一要素，历史悠久的外资大牌多属于此类；后者的核心竞争力在于用户和流量运营，对趋势和风口更加敏感，短期爆发性更强，但长期的持续性在于能否沉淀为品牌，新锐品牌多属于此类。

对于品牌而言，定位是品牌的基因，营销是基因的表达，品牌力在于消费者心智的获取。但品牌精准定位与追求规模之间存在悖论，对于化妆品公司而言，规模的扩大往往依靠多品牌战略。

（一）品牌定位是基因，品牌力在于抢占消费者心智

化妆品的品牌定位可以拆解成产品领域、品牌档次和特色标签。产品领域按大类可以分为护肤和彩妆，可以观察到，大部分品牌拥有主导品类，如经典国货品牌佰草集、百雀羚、自然堂、韩束、珀莱雅均是以护肤为主的，而新锐品牌完美日记、花西子、橘朵等是以彩妆为主的。产品领域可以进一步细分，如丸美从眼部护理做起，在该领域具有极强的竞争力，消费者心智中“丸美”和“眼霜”两个词语的关联性很高。

品牌进行领域拓展主要受到两个因素的限制，首先是就是品牌在消费者心中的定位，如果消费者已经对某一品牌有了稳定的认知，比如想到佰草集就想到草本护肤，那么另起品牌是拓展彩妆更好的选择。其次是能力限制，护肤和彩妆在品类属

性、供应链、市场打法、人才团队上都存在很大的不同。因此，护肤、彩妆兼备的品牌更多存在于国际大牌中，如兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、巴黎欧莱雅等等，这些品牌背靠综合性化妆品集团，在能力上不存在障碍。

品牌档次是对消费群体最直接的划分，同一个消费者同一时期的消费集中在某一档次，同一领域同一档次之间的品牌互为竞品，如雅诗兰黛和兰蔻是竞争品牌，珀莱雅和百雀羚是竞争品牌，但雅诗兰黛与珀莱雅不构成直接竞争关系，因为二者的目标群体不同。消费者对品牌档次的选择会随着经济能力和消费理念发生变化，比如学生党进阶到上班族过程中选择的品牌从平价国货升级到外资大牌，但可能同时会购买品牌溢价更低、性价比更高的新锐品牌作为补充。品牌档次最直观的划分方法是以价格带划分，顶级品牌如La Mer、La Prairie、HR等，主流产品价格一般在1500元以上；高端品牌如雅诗兰黛、兰蔻、SK-II等，价格在500-1500元；中端品牌如科颜氏、佰草集、丸美等，价格在200-800元；大众品牌如百雀羚、自然堂、珀莱雅等，价格在50-300元；入门品牌如大宝等，价格一般在100元以下。从竞争格局上看，高端线仍以国际品牌为主，国产品牌崛起于大众端。

图 2：按领域和档次锚定化妆品品牌



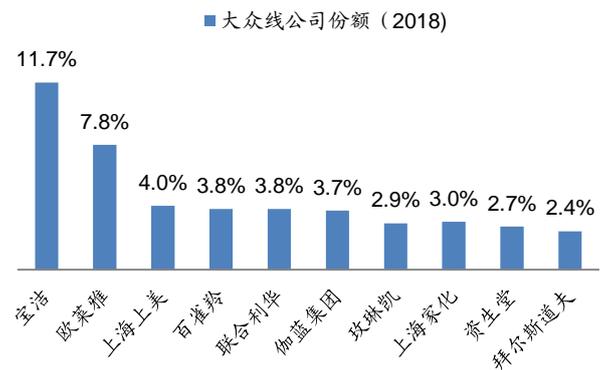
数据来源：广发证券发展研究中心

图 3: 化妆品行业高端线公司份额



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 4: 化妆品行业大众线公司份额



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

品牌力在于在特定领域占领消费者心智，因此化妆品品牌多特色鲜明。品牌特色加强品牌差异化和个性化，可以体现为主打概念、核心成分、或品牌价值观等等。如La Mer主打深海修护，其核心成分来自于深海巨藻中发酵萃炼出的神奇活性精萃Miracle Broth™；La prairie主打鱼子精华；SK-II主打PITERA™成分。国产品牌也越来越注重凸显品牌特点，如珀莱雅品牌形象升级为“海洋珀莱雅”强调海洋科技；百雀羚强调“天然、不刺激”、天然草本的东方护肤理念；自然堂的口号是“你本来就很美”，来自喜马拉雅的自然主义品牌。综合性品牌不将自己局限于某一产品领域，多采用品牌价值观当做自己的标签，如雅诗兰黛的“每一位女性皆可美丽动人”，资生堂的“至哉坤元，万物资生”，兰蔻的玫瑰图案等。

图 5: 各品牌特色标签

主流产品价格带: 1500元以上	主流产品价格带: 500-1500元	主流产品价格带: 300-800元	主流产品价格带: 200-500元	主流产品价格带: 50-300元	主流产品价格带: 100元以下
clé de peau 日本奢品、法式优雅	SK-II 专利成分PITERA	IPSA 发光素肌	佰草集 本草菁萃	innisfree 济州岛精粹原料	KANS 科技护肤
LA MER 深海修护	LANCÔME 玫瑰图案	DECORTÉ LIPOSOME技术	OLAY 前沿细胞科技	THE FACESHOP 自然植物萃取	WETHERM 温泉矿物护肤
la prairie 鱼子精华	每一位女性皆可美丽动人	Sulwhasoo 韩方草本	L'ORÉAL 触手可及的奢华	PROYA 海洋科技	OSM 珍珠护肤
HR 至美力量，科技为先	至哉坤元，万物资生	CLARINS 植物美肌先锋	MARUBI 眼部护理、强调弹力	LA ROCHE-POSAY 呵护敏感肌肤	相宜本草 本草养肤
GUERLAIN 法国皇室御用	SKINCEUTICALS 抗氧化	ALBION 独创美容四步曲	Kiehl's 科技药妆	百雀羚 东方草本护肤	韩后 天然为本
sisley 高科技植物精萃	韩国宫廷秘方	HACCI 蜂蜜美颜	L'OCCITANE 法国天然植物护肤	CHANDO 你本来就很美	WINONA 专注敏感肌肤护理
					ZMC植美村 分龄护肤
					1932 食材护肤
					御泥坊 面膜护肤
					一叶子 自然植物护肤

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

（二）单一品牌存在天花板，海外龙头通过并购形成多品牌矩阵

化妆品品牌定位精准、竞争差异化、覆盖细分人群决定单品牌规模存在天花板。品牌定位越精准越容易抢占消费者心智，宝洁是典型的多品牌策略践行者，仅洗发水这一品类就有海飞丝、潘婷、飘柔、沙宣等品牌，分别定位为去屑、滋润、柔顺、定型，但定位越细分规模就越有限。护肤或彩妆品牌亦有规模的局限性，除了消费者认知使得品类跨越存在阻碍外，品牌档次跨度也较小：高端品牌为保持品牌调性，一般不会推出低价格的产品去抢夺大众市场；而大众品牌也很难升级为高端品牌。因此，化妆品精准定位与追求规模之间存在悖论，化妆品难见超级大牌，即使是市占率第一的品牌巴黎欧莱雅市场份额也仅有3.6%（2018年）。另外，由于行业变化较快、竞争激烈、忠诚度较低，化妆品品牌轮动较快。以护肤品为例，2009年排名前十的品牌仅有四个2019年仍在前十之列；2009年排名前30的品牌，有17个2019年仍在前三0，但多数品牌名次发生了较大变化。

为了突破规模瓶颈，海外化妆品集团多采用品牌并购的方式，形成多品牌、多品类矩阵。如欧莱雅集团拥有36个品牌，除巴黎欧莱雅、防晒品牌Ambre Solaire等少数品牌为自有品牌外，其他多数品牌均来自于兼并收购；雅诗兰黛集团拥有30个品牌，除雅诗兰黛、倩碧、Aramis、Lab Series、Origins、AERIN BEAUTY六个品牌为自有品牌外，其他品牌均来自于兼并收购。化妆品集团通过并购开拓新品类、新市场和新档次，如欧莱雅起家于欧洲染发业务，陆续收购法国高端品牌兰蔻，美国美妆品牌美宝莲、NYX，美国护肤品牌科颜氏，日本美妆品牌植村秀，中国品牌美即等成为全球性综合性化妆品集团。多数被收购的品牌最初是家族企业，拥有品牌IP但缺乏专业运作，并入集团后通过市场化运营得以壮大，欧莱雅目前拥有8个十亿欧元以上的品牌，验证了强大的多品牌运营和供应链能力。

大多数本土公司尚未证明有多品牌孵化和运作能力。与海外化妆品龙头公司相比，本土化妆品公司成立时间较短，公司由主品牌成长而来，陆续孵化出其他品牌，但品牌矩阵尚在建设期。上海家化是唯一形成多品牌矩阵的上市公司，但护肤&彩妆品类仅有佰草集规模较大；非上市公司中，上海上美拥有两个成熟品牌（一叶子、韩束），其他化妆品公司仍以主品牌独大为主。对比中、日、美三国化妆品品牌和公司的CR5，可以发现公司集中度要远高于品牌集中度，进一步验证单品牌发展到一定规模后，化妆品公司市占率提升依赖品牌多元化。

表 1：海外化妆品集团多拥有成熟品牌矩阵

欧莱雅集团(36个品牌)	雅诗兰黛集团(30个品牌)
L'Oréal Paris, Garnier, Maybelline New York, NYX, essie、3CE、美即面膜、lancome, YSL, GIORGIO ARMANI, 科颜氏、植村秀、HR、羽西、理肤泉、薇姿、SKINCEUTICALS、CeraVe、REDKEN、MATRIX、ROGER&GALLET等	Estée Lauder, Clinique, Origins, M·A·C, Bobbi Brown, La Mer, Jo Malone London, Tom Ford, AERIN, RODIN olio lusso, Le Labo, Editions de Parfums Frédéric Malle and By Kilian, Tommy Hilfiger, Donna Karan New York, DKNY, Michael Kors, Kiton and Ermenegildo Zegna等
资生堂集团(40个品牌)	花王集团(20个品牌)
资生堂、肌肤之玥、bareMinerals、BENEFIQUE、IPSA、NARS、ANESSA、AUPRES、雅漾、d Program、ELIXIR、ettusais、HAKU、INTEGRATE、专科、水之密语、DOLCE&GABBANA、ISSEY MIYAKE、TSUBAKI、UNO等	Est, Sofina iP, Curél, freeplus, SUQQU, KATE, SENSAI, Molton Brown, Bioré, Bioré-u, Jergen, Merit, Essential, Rerise, John Frieda等
爱茉莉太平洋(34个品牌)	LG H&H(24个品牌)
Amorepacific、雪花秀、兰芝、Mamonde、innisfree、ETUDE HOUSE、HERA、IOPE、primera、HANYUL、espoir、吕等	The History of Whoo、O HUI、SU:M37、belif、THEFACESHOP、Nature Collection、BEYOND、CNP等

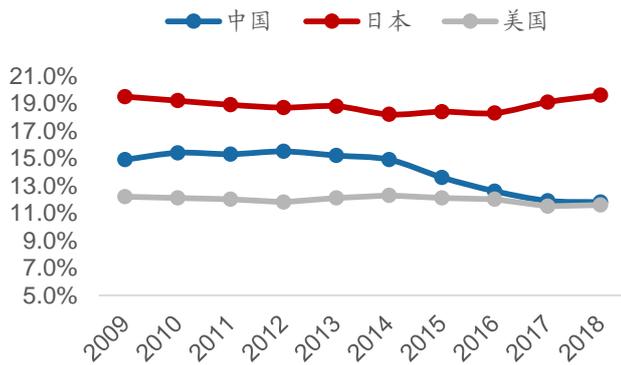
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 2：国内化妆品集团多在品牌矩阵建设期，主品牌占比高

公司	品牌
百雀羚	百雀羚，包括三生花、气韵、小雀幸、小幸韵等子品牌
上海上美	韩束、一叶子、红色小象、花迷、吾尊、时克、索薇娅、HIFACE
伽蓝集团	自然堂、美素、植物智慧、春夏、珀芙研
上海家化	六神、佰草集、美加净、高夫、玉泽、家安、汤美星、启初、双妹
珀莱雅	珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、悦芙媞、猫语玫瑰
韩后	韩后
御家汇	御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家、薇风
相宜本草	相宜本草
丸美股份	丸美、春纪、恋火
丹姿	丹姿、水密码、他能量

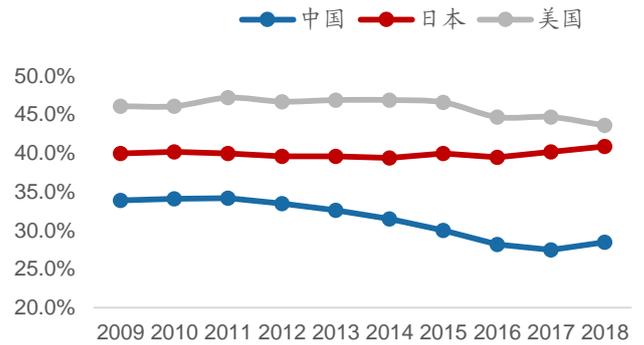
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 6: 中、日、美三国化妆品品牌CR5



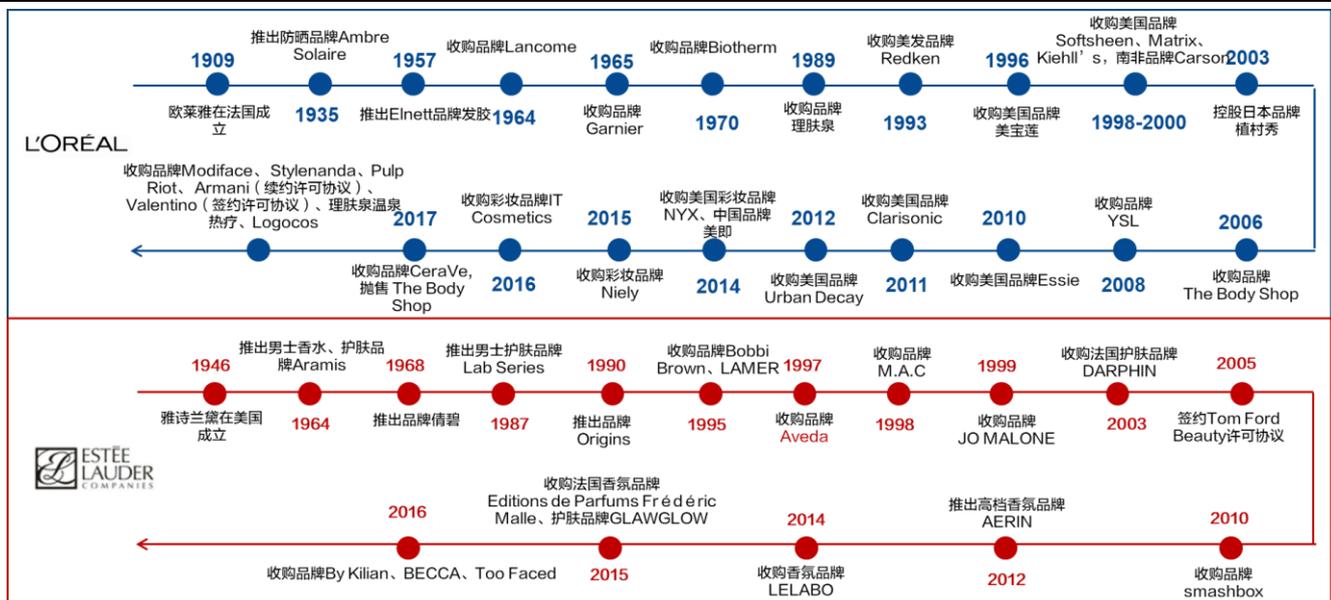
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 7: 中、日、美三国化妆品公司CR5



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 8: 欧莱雅和雅诗兰黛集团并购历程



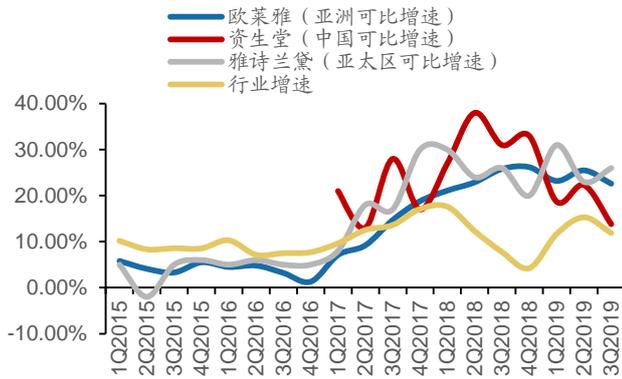
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(三) 趋势: 美妆需求多元, 品牌格局轮动

外资头部品牌增长靓丽, 高端线是主要驱动力。根据海外化妆品集团财报数据, 今年以来欧莱雅集团、雅诗兰黛集团亚太区单季度可比销售额增速均达到20%以上, 远超集团整体增速, 中国区是主要增长动力。资生堂集团1H19中国区增速达到20.5%, 3Q19中国内地市场增速达到22%。高端品牌如兰蔻、YSL、阿玛尼(欧莱雅集团), 雅诗兰黛、La Mer、TF(雅诗兰黛集团), CPB、资生堂、NARS(资生堂集团)表现最为突出。今年双十一国际化和高端化趋势更为明显, 根据维恩咨询, 天猫双十一美妆类目销售额TOP6均为外资大牌, 外资品牌占比从2018年的66%上升至2019年的75%, 高端线占比从33%提升至44%。欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、玉兰油、SKII、后、资生堂均实现翻倍增长。这一方面因为外资品牌更加重视电商, 活动力度加大; 另一方面也反映了品牌是化妆品的较为稳定的核

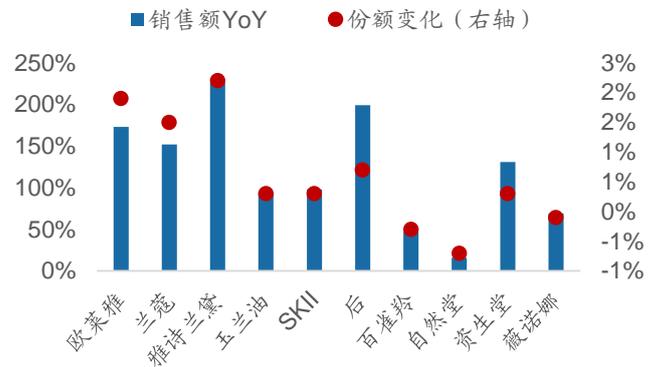
心资产，消费者仍青睐大品牌。

图 9：外资品牌增长靓丽



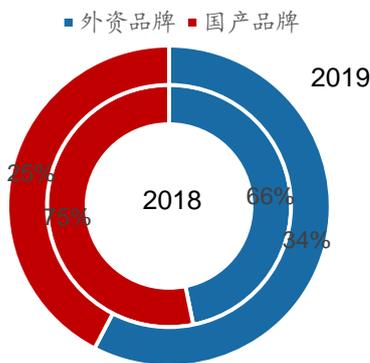
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 10：天猫双十一美妆TOP10品牌



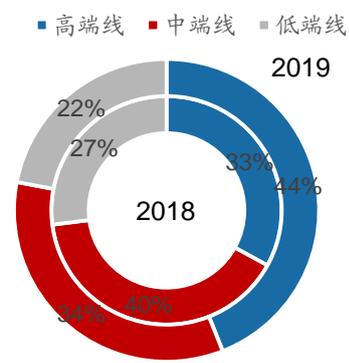
数据来源: 维恩咨询, 广发证券发展研究中心

图 11：天猫双十一美妆外资和国产品牌占比



数据来源: 维恩咨询, 广发证券发展研究中心

图 12：天猫双十一美妆高中低产品线占比

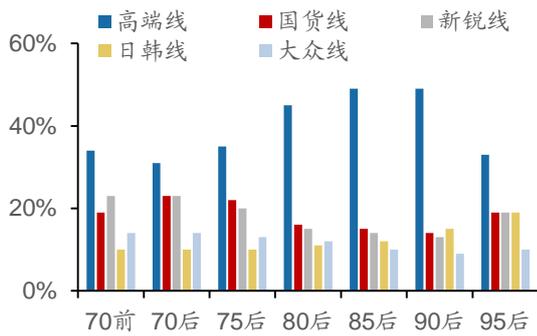


数据来源: 维恩咨询, 广发证券发展研究中心

新锐品牌借助新营销崛起，擅长流量和用户运营。与“品牌即被选择的第一要素”的外资大牌不同，完美日记、花西子、HFP等新锐品牌更擅长流量和用户运营。它们的品牌力和供应链比不上外资大牌，但更加灵活和创新，其成功模式往往为捕捉到某一平台红利，集中资源打造某一爆款引流，再进行后续流量裂变。新锐品牌爆发的背后在于消费群体和流量红利在发生变化。**新群体：**90后、95后、00后成为化妆品消费主力，年轻消费群体更愿意为有趣的产品和新颖的营销买单。**新渠道：**化妆品消费场景和传播媒介从百货、CS店向电商、社交媒体转移，流量红利也在不断重构，新锐品牌往往是踩准爆发式流量的玩家。**新营销：**新锐品牌最先对新群体和新渠道做出反应，运用美妆达人、口碑种草、直播等新型营销。

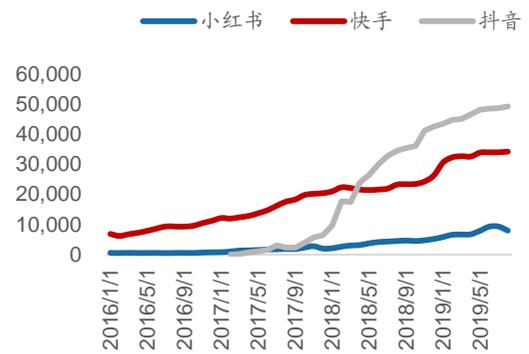
品牌溢价较高的外资大牌和性价比突出的新锐品牌同时靓丽并不矛盾，背后的逻辑在于化妆品需求分层化、多元化，消费频次高且具有尝鲜性，消费者对高端大牌和平价好货的追求同时存在。同时，经济自信带来文化自信、文化自信带来品牌认同，消费者不再盲目的“崇洋媚外”，给予积极应变的国产品牌更多机会。

图 13: 年轻群体购买新锐线比例增加



数据来源: CBNDdata, 广发证券发展研究中心

图 14: 小红书、抖音、快手MAU (万人) 变化



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

小众和设计师品牌成为新风口。当大牌开始下沉到三四线城市，一二线城市的消费者开始寻找新的品牌；消费者需求个性化、细分化给小众品牌带来了机会。从集团布局上来看，大众品牌基本被瓜分完毕，化妆品集团开始瞄准设计师或小众品牌：今年以来，欧莱雅集团收购娇韵诗设计师香水品牌Mugler和Azzaro，Coty以6亿美元收购网红品牌Kylie51%股权，雅诗兰黛以11亿美元收购韩国功能性护肤品牌Dr.Jart+与男士护肤品牌Do the Right Thing母公司三分之二股权，资生堂集团以8.45亿美元收购美国新兴护肤品牌Drunk Elephant，联合利华六月以5亿美元收购Tatcha。珀莱雅的多品牌布局也以小众为主，包括西班牙抗衰品牌SINGULADERM、意大利彩妆品牌WYCON、法国婴幼儿护肤品牌BOIRON、日本高端洗护品牌 I-KAMI等。

表 3: 今年以来国际品牌并购案例列举

时间	收购方	被收购方	交易价格	被收购名牌介绍
1月	L'Occitane	Elemis	9亿美元	Elemis 创始于 1989 年，是英国水疗及护肤豪华品牌，提供传统及非传统的按摩、身体和皮肤护理等服务供消费者选择。
6月	Unilever	Tatcha	近 5 亿美元	新锐天然护肤品牌 Tatcha 创立于 2009 年，主要销售护肤精华，润肤乳，喷雾，去角质产品及洁面乳等一系列产品。
7月	Colgate-Palmolive	Filorga	16.9 亿美元	奢侈法国护肤品牌 Filorga 专注研发对抗肌肤衰老的一系列疗程解决方案，主营抗衰老医疗美容产品。
10月	Shiseido	Drunk Elephant	8.45 亿美元	Drunk Elephant 创立于 2012 年，致力于生产全天然护肤品。产品以不含芳香精油、表面活性剂、硅、酒精、化学防晒剂和香精/色素的“精纯兼容成分”提供高效护肤体验。
10月	L'oreal	Mugler 和 Azzaro	未披露	Mugler 是服装设计师 Thierry Mugler 与娇韵诗联合推出的香水品牌。Azzaro 为法国高级时装品牌 Azzaro 同名香水品牌。
11月	Coty	Kylie Cosmetics	6 亿美元 (51%股权)	Kylie Cosmetics 是美国真人秀明星 Kylie Jenner 的个人美妆品牌，始创于 2015 年，主打唇妆产品。
11月	Estée Lauder	Have & Be Co.	11 亿美元 (三分之二股权)	Have & Be Co.作为高性能皮肤护理品牌于 2005 年创立于韩国，旗下有高性能品牌 D.Jart+和男士美容品牌 Do the Right Thing 品牌。

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

传统国货分化显著，原料和医药企业纷纷入局。外资与新锐冲击，线下流量红利消退，线上流量不被倾斜，转型较慢的传统国货倍感压力，但积极布局电商渠道和社媒营销的国产品牌仍然取得优秀表现。同时，上游企业或医药企业纷纷入局享受行业红利，如透明质酸龙头企业华熙生物推出“润百颜”、“BIO-MESO”、“米蓓尔”等功能性护肤品牌，IP合作产品“故宫口红”大获成功；云南白药推出“采之汲”护肤品牌，主打全植物精华，修护敏感肌肤；片仔癀以“大健康国妆”为发展战略，2019年上半年日用品和化妆品销售额同比增长40%，成为公司增长最快的业务板块；马应龙和皮炎平则进军彩妆，于今年相继推出口红产品。

图 15: 润百颜次抛原液 (左) 和采之汲面膜 (右)



数据来源: 天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

图 16: 马应龙 (左) 和皮炎平 (右) 口红产品



数据来源: 搜狐, 广发证券发展研究中心

二、营销是品牌基因的表达

(一) 营销的本质是效果+品牌，KOL 始终扮演重要角色

化妆品品牌溢价高、品牌特色鲜明、产品迭代迅速等特点使得营销至关重要。无论是硬广时代耳熟能详的“弹弹弹、弹走鱼尾纹”、“美来自内心，美来自美宝莲纽约”、“卡姿兰大眼睛”，流量明星代言时代的一叶子、韩束，电视剧植入时代的“想你色”、“星你色”，还是内容营销时代的完美日记、WIS、珀莱雅泡泡面膜，成功的营销成为品牌短期成功的关键因素。

品牌是营销的基础，营销的本质是品牌基因的表达，是品牌价值观的交付。短期来看，成功的营销在于促进销售，如果把销售额拆解为流量*转化率*客单价*复购率，营销直接影响流量的数量和质量。好的营销是精准引流--把产品卖点传递给目标群体，是促成交易的第一环节，因此营销成败决定品牌短期起伏。但长期来看，营销更重要的目标是塑造品牌，传导品牌定位、特征、价值观，强化品牌在消费者心智中的地位。建立起消费者信赖和价值观认同的品牌本身就是被选择的首要原因。国产品牌过去重销售而轻品牌，现在也更加注重品牌价值观的传递。如珀莱雅与《国家地理》大IP合作，远航全球五大海域，探索海洋生物奥秘，强化了“海洋科技”品牌基因。自然堂借助《独一无二，你本来就很美Love Lines》视频短片，传递每一个人生来就有自己独特的容貌、独特的美，宣扬了“你本来就很美”的品

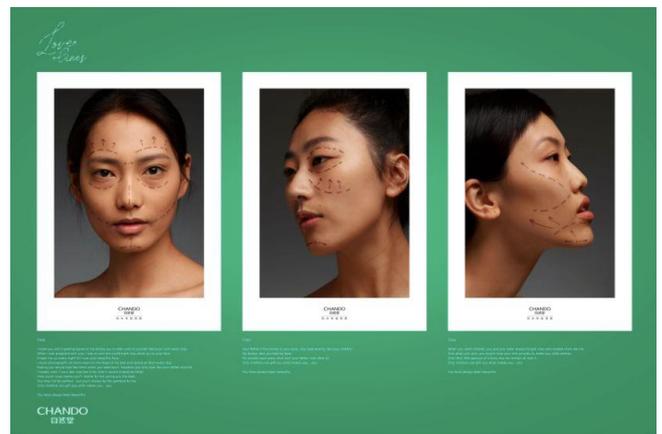
牌价值观。

图 17: 珀莱雅联合《国家地理》IP



数据来源: 中国美妆网, 广发证券发展研究中心

图 18: 自然堂《独一无二, 你本来就很美 Love Lines》



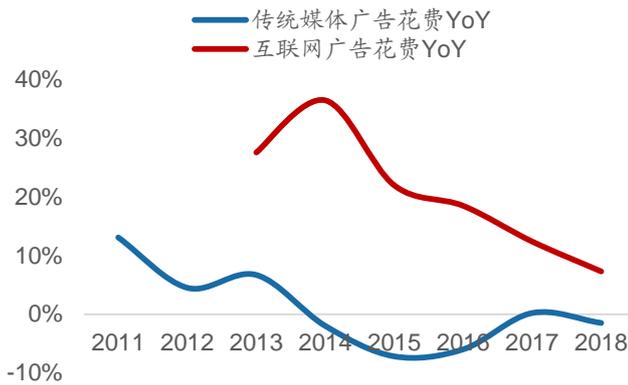
数据来源: 搜狐, 广发证券发展研究中心

KOL (意见领袖) 始终在化妆品营销中扮演重要角色, 本质上是advisor +influencer: 护肤品见效慢、彩妆色号繁多, advisor在购买决策中起到重要作用; 同时化妆品冲动消费和从众心理使得influencer具有极强的煽动性。KOL随着消费场景、红利媒介、消费习惯和决策过程的改变, 在不同时期有着不同的表现形式。直销盛行时期, 直销人员是KOL, 他们走街串巷, 依赖熟人网络带货; 日化专营店或品牌专柜中, BA是KOL, 通过提供护肤建议来推荐商品; 电视硬广时期, 明星代言人是KOL, 通过自身影响力为品牌背书。随着消费场景由线下向线上转移, 流量红利从电视转移向互联网, 消费者决策过程从实体店导购推荐转移到线上种草, KOL的主要平台也转移至微博、微信、小红书、抖音等社交媒体, 表现为美妆博主、公众号或直播达人。互联网时代打破了时间和地域的限制, KOL的带货能力呈几何级放大。

(二) 趋势: 流量红利更迭加速, 对企业能力提出更高要求

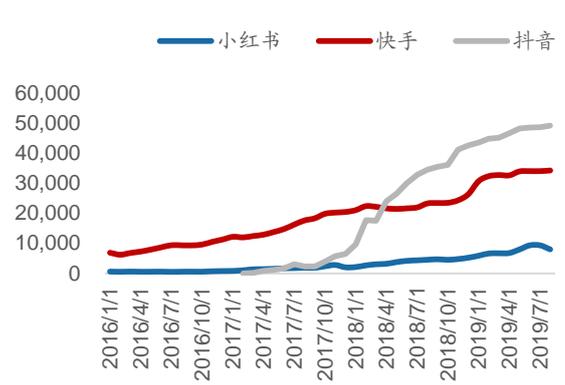
过去较为稳定的、持久的电视广告+线下 BA 模式已经过去, 移动互联网时代带来信息爆炸, 导致流量红利的迭代速度加快。流量红利更迭大致可以归纳为几个趋势: (1) **红利媒介去中心化**, 2014 年至今经历了微博、微信、小红书、淘宝直播、抖音、快手等多个平台的迭代。(2) **KOL 形式素人化**, KOL 从明星延伸至美妆博主、网红、主播、草根达人、KOC (关键意见消费者) 等。(3) **带货方式生动化**, 从图文展示、内容软文到短视频和直播。**新锐品牌的崛起往往伴随着流量变迁**: 如 WIS 借助微博, HFP 借助微信公众号、完美日记借助小红书、稚优泉借助淘宝直播、花西子借助抖音等等。**国际大牌和传统国货也纷纷加大新型营销投入**, 欧莱雅集团目前数字化营销占公司媒体投放的 47%, 其中四分之三为精准营销; 每年产生 100 万条以上内容, 80%呈现在数字化平台上。

图 19: 广告投放媒体变迁



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 20: 小红书、抖音、快手MAU (万人) 变化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 4: 流量红利变迁及各个时期 KOL 形式

时间	90 年代—2010	90 年代—2007	2007—2013	2014-2016	2015-2017	2015-2018	2016 至今	2017 至今
红利媒介	直销网络	央视	地方卫视	微博	微信	小红书	淘宝直播	抖音、快手
KOL 形式	直销人员	百货店柜员、明星代言人	日化店 BA、明星代言人	美妆博主	公众号	小红书博主	淘宝主播	达人
带货方式	熟人推荐	柜员提供购买建议、明星提供品牌背书	BA 提供购买建议、明星提供品牌背书	图文展示	内容软文	口碑种草	直播间	短视频
代表品牌	安利、无限极、玫凯琳、雅芳等	宝洁、资生堂、欧莱雅等国际公司品牌	自然堂、百雀羚、珀莱雅等传统国货品牌	WIS 等	HFP 等	完美日记等	稚优泉等	花西子等

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

社媒营销、淘宝直播、私域流量正值风口。社媒营销: 迭代更快、门槛更低的社媒平台打破了头部品牌对杂质报刊、电视广告、明星代言人等有限资源的垄断, 新锐品牌借此广泛触达消费者。同时, 平台红利起步期的投入成本几乎为 0, 但能取得巨大的回报, 给予新锐品牌爆发式增长的机会。**淘宝直播:** 直播使购物方式从“货对人”变成“人对人”, 淘宝主播建立起消费者和品牌之间的信任纽带, 边看边买的方式则大大提高了流量转化率。今年淘宝直播全面爆发, 各大电商平台上线直播功能; 抖音、快手等直播平台则上线购物功能, 电商平台直播化, 直播平台电商化正在成为趋势。**私域流量:** 私域流量目前主要寄托于微信生态, 是公域流量成本上升后的另一个出口。线下卖场以“场”为中心, 传统电商以“货”为核心, 而私域流量以“人”为核心, 目标是深度挖掘用户的全生命周期价值。以完美日记为

例，门店或线上交易后引导用户添加 IP 个人号“小完子”，通过在朋友圈、微信群发布新品、教程、促销信息等促成用户转化复购。

图 21：淘宝直播正当风口



数据来源：36Kr，广发证券发展研究中心

图 22：完美日记通过 IP 号“小完子”运营私域流量



数据来源：聚美丽，广发证券发展研究中心

特定模式随着入局者增加、成本上升，投资回报率逐渐降低，微博、微信、抖音、淘宝直播都经历或将经历类似的曲线。但红利只会更迭，不会消失，新的流量红利来自于：（1）技术变革带来大的机会，如 5G、AR 将重塑媒体格局。（2）新的平台和呈现形式，如微博和小红书遭遇流量瓶颈，淘宝直播、抖音、微信私域流量正在释放，快手和 B 站还有待开发，微信直播或是下一个蓝海。（3）从粗放式生长到精细化运营，踩准流量红利需要运气，但精细化运营比拼的是能力。例如，与淘内效果流量透明、精确的定价方式不同，社媒内容营销对能力的要求更高，从选品、做内容、选平台、选红人、投放节奏到效果测试和评估等，既需要产品和内容创新能力，也需要资源和数据支持；同时，已被验证的方法论和模型可以复制，留存成为企业可持续的能力。无论流量红利变迁至何处，胜出的总是战略、团队、组织对行业变化做出快速反应的企业。

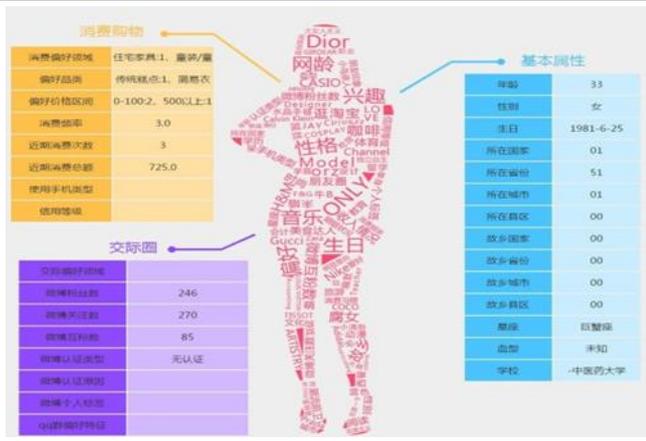
三、产品是根本，研发决定长期竞争力

营销引流后，产品决定转化率和复购率，品牌的信赖感和美誉度要通过好的产品去强化。研发和产品是品牌长久生命力的根本。

（一）前端：关注消费者洞察能力

消费者需求包括功能层面需求和意识形态层面需求。消费者洞察包括：（1）**数据赋能**。利用大数据进行用户画像，并进行用户群体分类，如精致妈妈、新锐白领、小镇青年等，找到目标消费群体。（2）**趋势判断**。结合目标群体的行为、场景、兴趣，挖掘和前瞻用户需求；并对新群体、新偏好、新趋势及时作出判断和布局。（3）**用户共创**。根据痛点设计产品，并结合用户反馈。如花西子开发“花西子体验官”小程序，在开发产品时进行公测，并根据用户反馈信息调整。

图 23: 常见的用户画像维度



数据来源: 简书, 广发证券发展研究中心

图 24: “花西子体验官”小程序



数据来源: 聚美丽, 广发证券发展研究中心

落实到产品上, 可以分为三个维度:

(1) **卖点设计**, 如同品牌需要特色, 产品本身也需要卖点。要么好用—护肤品强调功效性, 彩妆强调时尚性; 要么好看—包装颜值高, 如润百颜的故宫口红、完美日记的“探险家”眼影; 要么好玩—产品新奇有趣, 如珀莱雅的泡泡面膜、LUSH的浴球等等。

(2) **单品or爆款**, 积淀深厚的外资品牌往往拥有标签式的明星单品, 通过迭代长盛不衰, 如雅诗兰黛的“小棕瓶”, 兰蔻的“小黑瓶”, 是品牌销量的主要贡献者, 对品牌力亦有支撑作用。爆款是另一种产品策略, 多见于新锐品牌, 但爆款的爆发期往往较短, 在3-6个月左右。不同品类往往有不同的定位, 如明星单品往往以精华为主, 而面膜更易成为爆款和引流品。

(3) **迭代与延伸**: 新产品线的推出是业绩增长的主要驱动力, 一方面通过经典产品迭代升级, 另一方面沿着优势领域或市场风口开发新品。相似品类之间的延伸更容易实现。SKU并非越多越好, 聚焦与品牌定位相符、经过数据验证的SKU能提高生产和销售效率。

表 5: 明星单品列举

品牌	明星单品	产品卖点
雅诗兰黛	 “小棕瓶”精华 (第六代, 1982年推出第一代)	ChronoluxTM 专利技术, 从肌肤根源修护, 对抗熬夜、加班、污染、蓝光紫外线等都市问题
兰蔻	 “小黑瓶”精华 (第二代, 2009年推出第一代)	肌底修护, 平衡肌肤微生态, 由内而外改善肤质
资生堂	 “红腰子”精华 (第二代)	肌源赋活技术 X 专业成分, 根源延缓肌肤老化

HR		“绿宝瓶”精华 (第三代)	高浓海洋堇，解决肌肤屏障受损
SK II		“神仙水”精华露	蕴含 90%以上 PITERA，提升五大美肌维度

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 25: 珀莱雅水动力套装的销售曲线 (经典款)



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 26: 珀莱雅泡泡面膜的销售曲线 (爆款)



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(二) 后端：关注研发实力、产品品质

护肤品强调功效，彩妆强调时尚，相对而言，护肤品对研发和科技的要求更高，因此更能获得溢价（护肤品的毛利率往往高于彩妆）。护肤品虽然见效较慢，使用效果也因人而异，但产品本身并非没有差异性。剥去品牌溢价的外衣，产品本身的差异主要体现在以下三点：

(1) 研发实力导致的产品差异：化妆品研发可以分为基础研究和应用研究，基础研究包括皮肤、头发细胞研究，衰老、防晒、美白等机理研究，活性成分研究等；应用研究主要是配方和产品开发。国际龙头企业注重基础研究，在技术上保持领先地位。以欧莱雅集团为例，集团2018年的研发投入高达9.1亿欧元（约71亿元），研发人员多达3817人。欧莱雅的研发方向主要为活性成分、配方和评估上，体现在产品上则是前沿技术的运用和领先的产品迭代，如兰蔻第二代“小黑瓶”运用了皮肤微生态系统机理，这项技术在世界处于领先地位。

表 6: 海内外化妆品集团研发费用率相似, 但绝对投入额悬殊 (2018年)

公司	研发费用	研发费用率	研发人员数量
欧莱雅集团	9.1 亿欧元 (约 71 亿元)	3.4%	3817
雅诗兰黛集团	1.8 亿美元 (约 13 亿元)	1.3%	850
资生堂集团	291.3 亿日元 (约 19 亿元)	2.7%	
花王集团	576.7 亿日元 (约 38 亿元)	3.8%	
爱茉莉太平洋	955.6 亿韩元 (约 5.7 亿元)	1.8%	
LG H&H	211.7 亿韩元 (约 1.3 亿元)	0.3%	
上海家化	1.7 亿元	2.4%	145
珀莱雅	5125 万元	2.2%	112
丸美股份	3382 万元	2.2%	40
御家汇	4594 万元	2.1%	119

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 7: 欧莱雅研究开发的重要活性成分列举

时间	活性成分	功效
1978	lonene G®	适用于损伤发质, 修复并顺滑头发纤维
1993	麦素宁 Mexoryl®	提供了 UVA 及 UVB 的均衡防护, 并与防晒产品中的油性组合物相融
1994	矿泉浮游生物	清理肌肤毒素、改善肌肤质量及紧致度, 缓解肌肤老化
1995	神经酰胺®	促进干性皮肤角质层间的结构重建和紧实
2006	玻色因®	触发并促进在真皮及表皮中黏多糖体的合成, 增强肌肤弹性和紧致性
2010	INTRA-CYLANE®	能渗入发丝内部, 产生一种富有弹性并具抵抗性的分子网络, 构建并强化发丝纤维
2010	益生菌 ST 11	成分分离益生菌、LP 菌 ST11, 这些菌类能很大程度上减少头皮屑及相关症状
2011	抗老保养分子 LR 2412®	作用于表皮的再生能力; 强化肌肤组织、改善肌肤弹性的能力
2012	Stemoxydine®	提供有利于毛囊内干细胞的适宜环境, 帮助失去活力的头发充满生气
2012	玫瑰细胞分化因子	有效地增加表皮厚度, 刺激生长因子的分泌, 帮助皮肤组织的更新

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(2) 具有科学依据的机理和成分是功效的保证: 护肤品功能主要分为保湿、美白、抗衰老等, 不同功能的技术含量也不同, 如抗衰老对科技的要求要高于保湿。同样功能的产品作用机理也有所不同, 以抗衰老为例, 造成衰老的原因主要有自由基、光老化、细胞糖化、自然衰老等, 对应的抗衰老机理和核心成分也有所不同, 如SK-II的核心成分Pitera能产生维生素B群、矿物质、氨基酸等小分子促进皮肤更新, 去角质; 兰蔻小黑瓶的核心成分二裂酵母发酵产物溶胞物促进DNA修护、捕获自由基、抑制氧化; Pola中的“蛋白聚糖”则通过抗糖化来达到抗衰老效果。功效成分可以分为化学合成物和天然提取物, 常见的化学成分如玻尿酸、神经酰胺、烟酰胺、多肽等, 受到“成分党”喜爱; 天然提取物则主要是草本、微生物提取物, 国内品牌如佰草集、百雀羚、相宜本草、欧诗漫等, 国外品牌如sisley、娇韵诗、欧舒丹、雪花秀等主打天然提取物概念。

(3) 产品配方和生产工艺: 一种护肤产品通常含有多种功效成分, 另有保湿剂、增稠剂、乳化剂等基础成分。各种成分的浓度、配比, 原料供应商的选择, 香精和防腐剂的添加, 生产设备和工艺均会影响产品功效和品质。

表 8: 各品牌眼霜成分对比

产品	欧莱雅复颜玻尿酸水光充盈全脸淡纹眼霜	雅诗兰黛特润修护精华眼霜	兰蔻肌底精华眼霜	丸美弹力蛋白眼精华	形象美滋润睛采眼霜
定价/规格	340 元/30ml	510 元/15ml	520 元/15ml	548 元/20g	189 元/25g
核心科技	双重玻尿酸、玻色因	专利配方 ChronoluxCB、酵母提取物	二裂酵母发酵产物溶胞物	水解弹性蛋白	酵母提取物、乙酰基六肽-8
核心成分机理	大分子玻尿酸锁水保湿，小分子玻尿酸深达肌底、填充细纹；玻色因是欧莱雅专研抗衰老成分，促进胶原蛋白合成，淡化细纹。	专利配方 ChronoluxCB 抵御并中和蓝光导致的过量自由基；酵母提取物促进细胞更新、抑制黑色素，达到美白、保湿及加速老化层细胞更新换代的作用。	产生维生素 B 群、矿物质、氨基酸等小分子，加强角质层的代谢，促进 DNA 修复和胶原蛋白生成，能捕获自由基，抑制脂质的过氧化。	加快成纤维细胞合成胶原蛋白的速度，减少皱纹；补充老化了的肌肤的弹性蛋白含量，增加皮肤柔软性，润滑皮肤角质层。	酵母提取物改善细纹，增加皮肤弹性；乙酰基六肽-8 减少皱纹，防止新皱纹产生
保湿成分	8 种	19 种	7 种	17 种	5 种
美白成分	2 种	2 种	4 种	无	1 种
抗氧化成分	3 种	13 种	3 种	11 种	2 种
香精	无	无	1 种	无	1 种
防腐剂	3 种	3 种	4 种	2 种	5 种
风险成分	无	无	无	无	2 种

数据来源：美丽修行，广发证券发展研究中心

（三）趋势：技术进步和需求升级催生产品迭代

从配方研发向基础研究。过去本土化妆品公司更注重商业宣传，对产品本身的有效性重视程度不足；同时受制于资金、人才、时间投入，研发更多停留在市场为导向的应用研究，基础研究与国外龙头企业存在较大差距。随着消费者对科技、有效的要求增加，企业研发和供应链实力增强，本土化妆品企业开始加强对基础研究的投入。上海家化是国内基础研究的先行者，涵盖生物化学、分子生物学、细胞生物学、组织工程等多个方面的技术手段。2018年以来首次将微生态概念应用到皮肤健康领域，创新开发皮肤益生元屏障保湿技术，利用基因工程技术建立刺痛评价模型，开发建立屏障损伤性皮肤病模型等。珀莱雅加大基础研发投入，扩大基础研发团队，进行了发酵技术、组织定向培养、脂质体技术、微生态研究、绿色提取技术等基础研究开发，已授权发明专利65项，申请中发明专利48项，国内外核心期刊发表论文40余篇。

从爆品到单品。国产品牌过去产品力不足，更擅长运用流量打爆品，短时期内具有更强爆发性，但生命周期相对较短；爆款的作用更在于引流招新，对品牌塑造力不够。随着本土企业研发能力提升，国产品牌产品策略也开始向明星单品转变。丸美将“弹力蛋白眼精华”塑造为明星单品，佰草集聚焦太极精华明星单品和太极明星系列，珀莱雅明年将围绕“科技+美学”，重点打造精华、面霜类大单品。

更加注重科技和功效。为与外资品牌形成差异化竞争，国产品牌过去多主打“草本”、“中药”、“天然”等概念，但核心成为较为模糊，功能也主要停留在保湿等基础层面。随着信息透明化、社媒崛起、KOL带动，“成分党”兴起成为行业重要趋势之一，消费者更加重视产品功效，通过特定成分针对性解决肌肤问题。Olay小白瓶通过宣传“烟酰胺”成分实现品牌年轻化，薇若娜、HFP、WIS等国新锐品牌均受益功效护肤风口；经典国货品牌也越来越注重科技，如珀莱雅与西班牙抗老先锋品牌SINGULADERM成立合资公司，在多肽类、海藻类等原料、配方开发上达成战略合作，增强品牌的科技感；佰草集将冻干技术用于面膜生产，强调无菌、无水、无氧的科技硬实力；润百颜明星产品“次抛原液”成分清晰、功效明确，主打大/小/mini分子玻尿酸黄金配比，运用公司“酶切法”专利技术。

IP合作、跨界合作兴起。年轻消费者更加个性化、时尚化，除了产品本身，更加关注产品颜值和所承载的精神价值，文化、地理、动漫等IP合作成为创新的重要方向之一。华熙生物与故宫博物院合作推出“故宫口红”和“故宫美人面膜”，将专利技术“油分散透明质酸钠”与中国传统文化相结合。珀莱雅与《国家地理》IP合作，远航全球五大海域，探索海洋生物奥秘；并推出“航海王”联名定制礼盒，强化了“海洋科技”品牌基因。上海家化旗下美加净与大白兔，六神与RIO鸡尾酒、小龙虾餐饮店沪小胖，佰草集与“花开敦煌”进行跨界与文化IP合作。完美日记推出大英博物馆、国家地理联名眼影盘；美康粉黛推出国漫IP《魔道祖师》联名眼影盘；自然堂推出B站联名款彩妆等等。

图 27：华熙生物故宫口红大卖



数据来源：天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

图 28：完美日记国家地理联名眼影



数据来源：界面，广发证券发展研究中心

四、渠道决定消费场景，电商是最值得重视的红利渠道

（一）渠道是消费者接触产品的直接途径

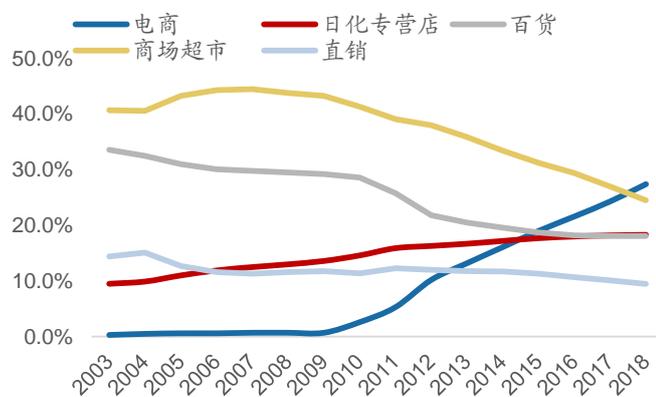
渠道是消费者接触产品的直接途径，化妆品销售模式分为经销和直营，线下网点众多，管理半径较长，以经销模式为主；电商缩短了品牌与消费者距离，直营模式占比更高，实现价值由渠道向品牌和消费者转移。从终端布局上来看，化妆品主要销售渠道包括电商、商超、CS店、百货、单品牌店等。化妆品公司的渠道能力主要在于几个维度：

（1）渠道选择与品牌定位相匹配，才能更有效的触达目标消费者。高端品牌以直营或半直营、百货渠道、一二线城市为主；大众品牌以经销、商超&日化店、三四线城市为主。

（2）渠道兴衰影响品牌成长性，国产品牌正是借助日化专营店和电商两轮红利，成功崛起于大众市场。抢先布局红利渠道的公司可以预见更高的成长性，过去的“淘品牌”和现在的新锐品牌大多繁荣于线上，正是得益于对电商的成功预判。

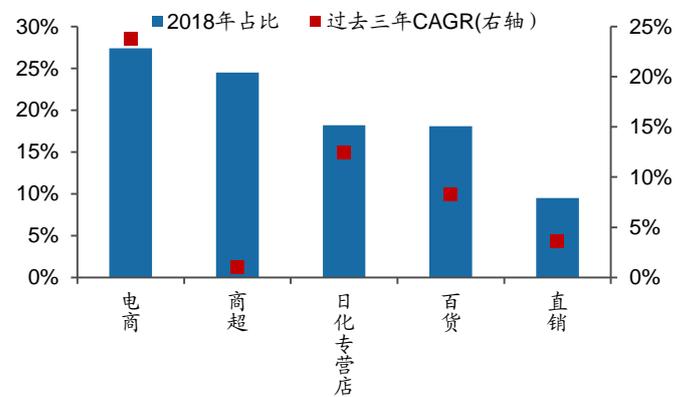
（3）渠道管理和运营能力，线下与经销商的利益分配，包括议价能力、库存控制、价格管控、培训扶持等；线上运营能力，自有团队or代运营；对新渠道的反应能力等，都是评估的重要指标。如珀莱雅现阶段的成长性主要来自于线上强运营能力带来的电商高速增长。

图 29：国产品牌借助日化店和电商两轮渠道红利崛起



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 30：化妆品各渠道占比和增速



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）趋势：红利从线下向线上转移

电商仍是未来几年最值得重视的渠道。电商缩短了品牌和消费者距离，实现价值链再分配。传统经销模式中间层级较多，使得品牌对终端的反应较为滞后。而化妆品迭代迅速，产品、营销红利迅速更迭，与其他品类相比更需要一个快速反应的渠道。电商的出现正解决了这一痛点，电商缩短品牌和消费者距离，帮助品牌获得一手的消费数据和用户画像，实现精准营销和快速反应。同时，电商的兴起使得品牌的关注点从渠道回归到消费者本身，价值链分配也从渠道向品牌和消费者转移：传统模式经过多层经销，出厂价到终端加价倍数可达2-4倍，渠道占

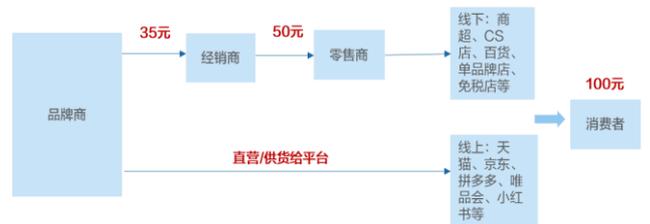
据了化妆品价值链中最多利润；而电商直营模式下，品牌方直接对接消费者，将更多的价值让渡给消费者，因此主攻线上的新锐品牌多性价比凸显。

对于国际品牌，电商是实现渠道下沉和数字化变革的重要途径。国际品牌过去受制于渠道限制，主要集中在一二线城市，电商帮助国际品牌触达三四线消费者。电商不仅是销售渠道，更是品牌宣传媒介，在低线城市实现品牌教育。传统国货过去基于CS店对低线城市具有渗透优势，若不能及时转型升级，将受到国际大牌下沉的威胁。电商同时是国际品牌进行数字化变革的重要途径，雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋等纷纷与天猫达成战略合作，在大数据、新品孵化、新零售营销、新品首发等领域深入拓展。线上高增速是国际品牌业绩的主要驱动力之一：欧莱雅1H19电商增速高达48.5%，中国区电商已经占到大众市场和美妆产品销售的一半以上。

电商同时是新品牌和爆款孵化的沃土，品牌方投入增加与平台方流量扶持形成正循环。可以观察到，新锐品牌完美日记、花西子、橘朵、WIS、HFP等均诞生于电商渠道。这得益于电商更低的进入壁垒、更快的反应速度和更强的爆发性，品牌培育周期大幅减少。今年9月，天猫上线帮助孵化新品和新品牌的“天猫新品数字系统”，将新品研发的时间从2年缩短到6个月。同期，欧莱雅、资生堂等全球十大巨头宣布，未来中国市场50%以上的新品在天猫平台孵化。品牌更加重视线上渠道，投入更多的资源和人才团队，平台方技术&流量扶持与品牌方投入加大形成正向循环，化妆品行业的电商红利仍将持续。

图 31：国际品牌纷纷入驻天猫旗舰店

图 32：传统经销模式中间层级较多，电商得以直接接触消费者



数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

数据来源：广发证券发展研究中心

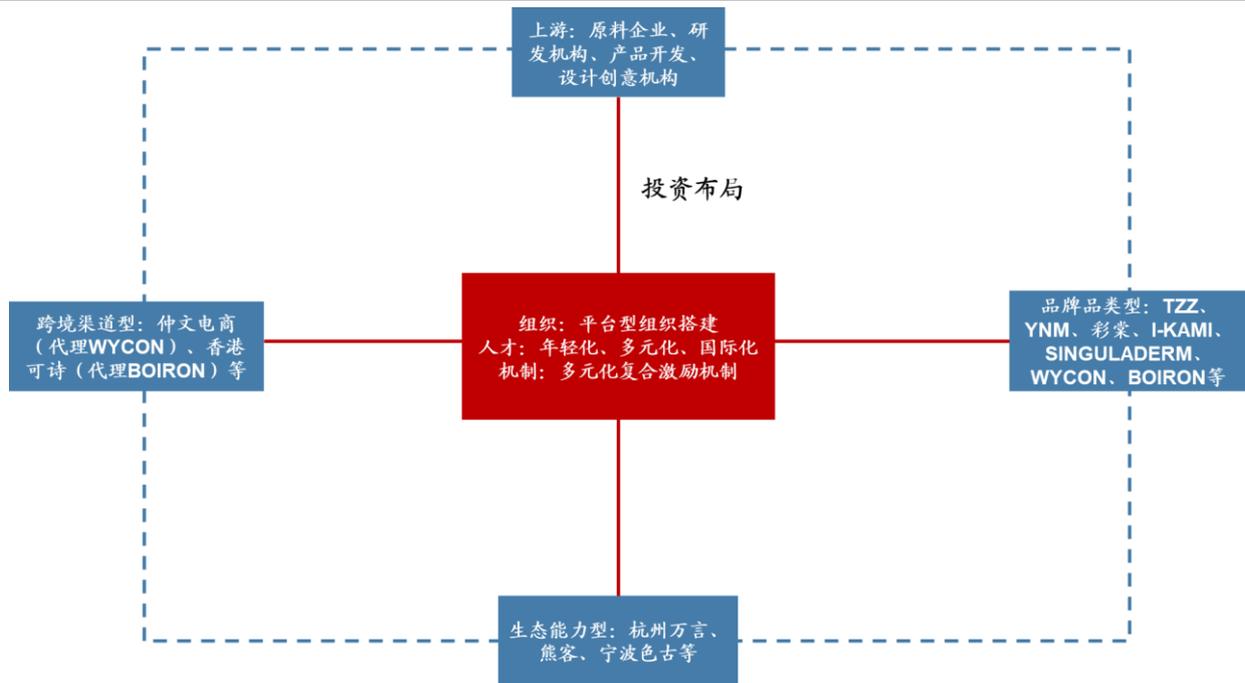
五、企业风格解释和预测公司行为差异

化妆品行业的营销、爆款、渠道红利都较为短期，我们无法凭借单一项目的成败来判断公司能否长期领先，两三年的观察区间对于百年品牌而言亦是很短的周期。那么，什么样的企业更有可能拥抱变化，最终成长为龙头？除了“品牌建设”和“研发能力”，企业风格本身也是重要底层变量，影响企业的学习和转型能力。我们可以把企业风格拆解为：（1）创始人及核心管理层的前瞻性和执行能力；（2）企业的变革意识和学习能力；（3）企业文化的开放程度和包容心态；（4）

顺应市场变化的组织架构；（5）人才团队建设和激励机制，等等。

企业风格可以解释和预测公司行为差异，上市公司中最典型案例是珀莱雅，从结果上看，上市后的珀莱雅成为增速最亮眼的国货品牌之一；从业务层面看，珀莱雅在品牌矩阵布局、新营销玩法、爆款打造、新渠道入驻等方面都要更加积极。18年以来重建电商团队，电商实现爆发式增长；19年成功打造爆款泡泡面膜，验证了强大的营销、产品和渠道能力。寻找更深层次的原因，公司合伙制基因、管理层的学习能力、开放的平台式架构和人才团队建设是促成一次又一次成功的机制保证。当行业发生变化时，我们也可以预见珀莱雅有更强的转型能力，从这个角度来看，珀莱雅的成长动力具有可持续性。

图 33：珀莱雅的平台化组织架构是持续创新的保证



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

六、重点关注标的：珀莱雅、丸美股份、壹网壹创

珀莱雅：积极适应行业变化，布局多品牌矩阵。公司主要看点：1) 公司具有合伙人制基因，激励机制完善；管理层学习、前瞻、执行能力强；组织结构年轻化、开放化、平台化，积极适应行业变化。2) 主品牌强化海洋概念，科技+美感方向明确。今年通过卖点设计、流量运营和高效营销成功打造爆品“泡泡面膜”，明年将推动“爆款+单品”策略，重点打造面霜、精华类明星单品。3) 积极布局多品牌、多品类矩阵，分为自有品牌，海外品牌和合伙品牌三个方向，定位小众细分市场，补充线上渠道增速。4) 加强基础研发和供应链能力，并与西班牙品 SINGULADERM 成立合资公司进行抗衰老领域技术协同。预计公司19-21年归母净利润为3.9、5.1、6.6亿元，同比增长34.5%、32.1%、29.6%。给予公司20年PE估值40XPE，合理价值101.2元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；电商增速放缓，单品牌店展店不达预期；新品牌、新品类孵化不达预期。

丸美股份：品牌资产优质，电商、新营销改善空间大。公司主要看点：1) 主品牌丸美品牌定位中高端，卡位抗衰老和眼部护理红利赛道。2) 目前线上唯品渠道占比较高，天猫旗舰店采用代运营模式且占比偏低，加强电商团队后阿里平台改善空间大；3) 积极搭建社媒、电商团队，加强数据化和新营销，实现品牌年轻化和高线城市渗透；4) 打造丸美东京日本进口高端系列，拓展精华类、彩妆类等品类；5) 过去股权结构较为集中，股权激励有望释放管理红利。预计公司19-21年归母净利润分别为5.2亿、6.3亿、7.6亿元，同比增长25.0%、21.2%、20.7%。给予公司20年PE估值46XPE，合理价值72.22元/股，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；电商增速放缓，线下渠道增速下滑；新品牌、新品类孵化不达预期。

壹网壹创：壹网壹创是美妆电商代运营龙头，以百雀羚为起家标杆品牌。前端创意营销为壹网壹创的核心竞争力，以电商数据驱动、效果量化是公司有别于传统4A公司的特点。百雀羚、宝洁、OLAY等爆款营销案例背后，长期可维持的营销创造力来源于公司文化积淀、组织架构管理、年轻化的团队建设与数据导向。不断使老化品牌与老化店铺焕发新生、自身掉单率维持稳定，是其能力的证明；未来继续承接新品牌、跨品类拓展的增长空间充足。预计2019-2021年公司营业收入分别为15.2/19.5/23.2亿元，同比增长50%/28%/19%，净利润分别为2.3/2.9/3.7亿元，同比增长41%/27%/27%。给予公司2020年50xPE，对应合理价值181.5元/股，给予“买入”评级。

风险提示：品牌将电商渠道收归自营或变更服务商；新品牌拓展不达预期；成本摊薄效果不达预期；电商行业、美妆行业景气度下降。

七、风险提示

1. 宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；
2. 电商增速放缓，传统渠道增速下滑；
3. 新品牌、新品类孵化不达预期。

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。

高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。